

Tilburg University

## Conjunctuur-gevoeligheid van beleggingen (Aantekeningen)

Kaag, H.A.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1938

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Kaag, H. A. (1938). Conjunctuur-gevoeligheid van beleggingen (Aantekeningen). *Maandschrift Economie*, 3(5), 249-253.

### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **Conjunctuur-gevoeligheid van beleggingen door Prof. H. A. KAAG**

Gezien de groote onzekerheid, welke omtrent het toekomstig conjunctuur-verloop op het oogenblik bestaat, schijnt het opportuun de conjunctuur-gevoeligheid van de diverse groepen van beleggingen in betrekking tot inkomsten en koers-ontwikkeling aan een nadere beschouwing te onderwerpen. Die verschillende conjunctuur-gevoeligheid hangt in hoofdzaak af van de volgende factoren:

1. de bedrijfstak, waarop het betreffende beleggings-object betrekking heeft (aard van het product en kosten-structuur);
2. de plaats, welke de betreffende onderneming in betrekking tot haar afzet-verhoudingen en kosten-structuur in de betreffende bedrijfstak inneemt;
3. het finantieel uithoudings-vermogen van de betreffende onderneming;
4. de kapitaal-structuur van de betreffende onderneming;
5. de rangorde van winstgerechtigheid van het betreffende beleggings-object (obligaties, preferente aandelen, aandelen, winstbewijzen);
6. de dividend- en afschrijvingspolitiek van de betreffende onderneming.

Ad 1) De rentabiliteit van een bepaalde onderneming hangt in hoofdzaak af van drie factoren:

- I. de beweging van de prijzen der gefabriceerde artikelen;
- II. de belegging van de prijzen, welke de kosten bepalen;
- III. de omzet.

In de verschillende bedrijfstakken is de conjunctuur-gevoeligheid van deze drie factoren zeer verschillend. Terwijl zoowel prijzen als omzetten van sommige artikelen als

ijzer, staal, machines en dergelijke zeer scherp reageeren op het conjunctuurverloop, zijn er anderen, welke in veel geringer tempo en geringere mate daarvan den weerslag ondervinden. Tot deze groep behooren in 't algemeen de artikelen voor directe consumptie.

Ook de kosten vertoonen in de verschillende bedrijfstakken een verschillende mate van starheid en wel om de volgende redenen. In de eerste plaats zijn de prijzen der kosten-factoren in verschillende mate conjunctuur-gevoelig. Zoo vertoonen loonen veelal een groote mate van starheid, terwijl daarentegen grondstoffen in 't algemeen scherp reageeren, veelal zelfs scherper dan de eindproducten.

Daarnaast reageeren de kosten per eenheid-product, ook bij gelijkblijvende prijzen van de kosten-factoren, verschillend op een wisselende omvang van de productie. Zooals bekend, is dit in hoofdzaak afhankelijk van de verhouding tusschen vaste en variabele kosten.

Uit het bovenstaande volgt, dat de winsten van die bedrijfstakken de grootste conjunctuur-gevoeligheden vertoonen, welke

- a. een product voortbrengen met een groote conjunctuur-gevoeligheid, wat prijs en afzet betreft;
- b. waar de prijzen der kosten-factoren een groote mate van starheid vertoonen;
- c. waar de vaste kosten in sterke mate overwegen.

Ad 2) Verschillende ondernemingen kunnen een verschillende plaats in de bedrijfstak innemen, afhankelijk van de kosten, waarmede zij produceeren. Men denke slechts aan de verschillende kostprijzen bij diverse rubber- en suikerondernemingen in Nederlandsch-Indië of aan de belangrijke verschillen in kostprijs, welke tusschen twee overigens zeer sterke ondernemingen als de Billiton en de Banka bestaan. Die verschillen in kostprijzen, wanneer zij van niet al te grooten omvang zijn, zullen slechts een beperkten invloed op de verhouding in rentabiliteit uitoefenen, indien de prijzen van de eindproducten in een periode van hoog-conjunctuur zeer groot zijn. Anders wordt het echter, indien een prijsdaling van het eindproduct optreedt. De onderneming met de hoogere kosten

zal nog veel sterker in haar rentabiliteit worden aangestast, dan die met de lagere kosten, terwijl wanneer de prijsdaling zich voortzet tot het niveau van den kostprijs van de slechter gesitueerde onderneming, bij deze de geheele winst zal zijn verdwenen, terwijl door de onderneming met lagen kostprijs nog steeds winst wordt gemaakt.

Ook voor het uithoudingsvermogen in een periode van depressie is die kosten-verhouding natuurlijk van zeer groote beteekenis.

Ook de plaats, welke de betreffende onderneming in betrekking tot den afzet inneemt, kan voor de conjunctuur-gevoeligheid van belang zijn. Ondernemingen met vaste relaties zullen in het algemeen een grooter deel van hun afzet kunnen behouden dan die ondernemingen, waarvoor de aanbiedingsprijs op een bepaald moment alleen beslissend is of een order wordt ontvangen ja dan neen. Men denke in dit verband aan het verschil in conjunctuur-gevoeligheid tusschen de lijnvaart en trampvaart, tusschen de onderneming, welke haar afzet vindt bij vaste relaties in een beperkt afzetgebied (b.v. wasscherijen), en ondernemingen met wisselende cliëntèle of b.v. exportmarkten (steenkolen-industrie).

Ad 3) Het verschil in finantieel uithoudingsvermogen tusschen verschillende ondernemingen is weliswaar niet van directen invloed op de rentabiliteits-verhoudingen, doch wel op de mate, waarop zij in staat zijn moeilijke, verliesgevende tijden het hoofd te bieden. Terwijl bij de eene onderneming een betrekkelijk korte periode, waarin verlies wordt gemaakt, reeds tot den ondergang kan voeren, zijn er andere, die dank zij groote reserves in staat zijn het jarenlang vol te houden, ook in zeer slechte tijden en daardoor weer zullen profiteeren, wanneer betere tijden aanbreken.

Ook de vraag in hoeverre bepaalde verplichtingen binnen betrekkelijk korten tijd moeten worden voldaan, is in dit opzicht natuurlijk van belang. Indien b.v. een onderneming ten deele wordt gefinancierd met obligatie-kapitaal en die obligatie-leening moet worden afgelost in een periode van depressie, dan is er groote kans, dat op dat moment de plaatsing van een nieuwe leening practisch

onmogelijk zal zijn en daarmee kan het doodsoordeel over de betreffende onderneming worden geteekend.

Ad 4) Van belang is in dit opzicht, dat terwijl sommige ondernemingen rechtstreeks een bepaald bedrijf financieren, andere dat doen via dochterondernemingen, die op hun beurt weer dochter-instellingen kunnen bezitten. In het laatste geval beweegt zich de winst van de moeder-onderneming niet steeds parallel aan de winsten der dochter-ondernemingen. Niet alleen toch is het mogelijk, dat de dochteronderneming een deel der winsten niet uitkeert, doch daarnaast komt het ook heel veel voor, dat de moeder-onderneming in betrekking tot de winstgerechtigheid op haar dochter bij andere als houders van obligaties en preferente aandelen ten achter staat. In de winsten van de moeder komen dan alleen top-winsten tot uitdrukking en de rentabiliteit van de moeder zal dan veel conjunctuur-gevoeliger zijn dan de winsten van de dochter-ondernemingen. Typisch is in dit opzicht de structuur van het Unielever-concern, terwijl daarentegen het Philips-concern practisch geen andere winstgerechtigden in dochter-ondernemingen kent.

Ad 5) De rangorde van de winstgerechtigheid is weliswaar niet van belang voor de rentabiliteit van bepaalde ondernemingen, echter wel voor bepaalde beleggingsobjecten. Van de rangorde van deze beleggingsobjecten in betrekking tot de winst-gerechtigheid zal de conjunctuur-gevoeligheid, zooals die tot uitdrukking komt in koersbeweging, in sterke mate afhankelijk zijn. Indien b.v. de onderneming voor een hoog percentage wordt gefinancierd met obligaties en preferente aandelen, zullen de winsten, welke eventueel aan de gewone aandeelhouders ten goede komen, veel sterker schommelen, dan de totale winsten der betreffende onderneming. Indien b.v. de kapitalisatie er als volgt uitziet: 10 miljoen gewone aandelen, 20 miljoen 6 % preferente aandelen en 20 miljoen 5 % obligaties bij een totale netto winst van 4 miljoen zal, afgezien van belasting-voorziening en tantième-gerechtigheid, aan gewone aandeelhouders 1.8 miljoen toevallen. Bij een halveering van de winsten van de betreffende onderne-



ming wordt echter de winst, welke toevalt aan de gewone aandeelhouders niet gehalveerd, doch smelt geheel en al weg. Immers in dat geval zal dan de winst zelfs nog niet voldoende zijn ter voldoening van de eischen van preferente aandeelhouders. Omgekeerd echter zullen bij een stijging van de winsten de gewone aandeelhouders hun dividenden in veel sterkere mate zien oploopen.

Ad 6) Door de dividend- en afschrijvingspolitiek kunnen de schommelingen in de reële winsten min of meer worden gemitigeerd en daardoor een grootere stabiliteit in de uitkeerings-politiek worden verkregen.

Zie hier in het kort eenige der belangrijkste factoren, welke de conjunctuur-gevoeligheid van bepaalde beleggings-objecten bepalen. In het oog moet echter worden gehouden, dat de feitelijke koers-beweging niet wordt bepaald door de werkelijke winsten of winst-uitkeeringen, doch door de verwachtingen, welke daaromtrent bestaan. Die verwachtingen kunnen dikwijls sterk van de realiteit afwijken. Dit is vooral dan het geval, wanneer zooals in Nederland in tegenstelling met de Vereenigde Staten de gewoonte is, die winst-resultaten slechts eens in het jaar worden gepubliceerd. Van belang voor de feitelijke koers-ontwikkeling is verder ook de beweging van den rentestand. Normaal beweegt die rente echter juist tegengesteld aan de conjunctuur. Zij is in 't algemeen hoog in een periode van hausse en laag in een periode van depressie. Die beweging van den rentestand heeft dus de tendens de schommelingen in de koersen wat te verzwakken. In het algemeen is deze tendens echter te verwaarloozen bij de min of meer speculatieve waarde. Zij komt echter vrij sterk tot uitdrukking bij de zgn. goudgerande waarde.

Wij hopen op deze kwestie nog nader terug te komen, waarbij wij dan tevens de gelegenheid hebben over de koersontwikkeling van staatsobligaties eenige opmerkingen te maken.